

- Analyse RAPP -

Mutual

Bourse de Tokyo

Ticker : 2773 / Isin : JP3909550000

Cours de référence : 901 JPY

Dernier rapport 31/03/2021 T4 2021

Date analyse 16/06/2021



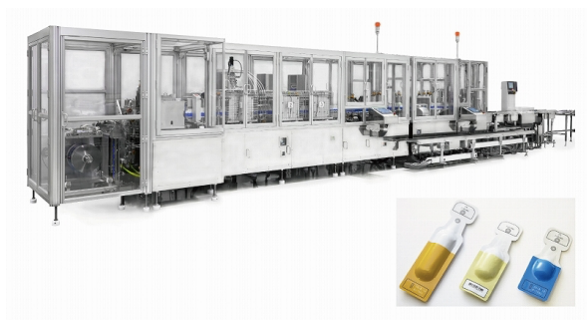
Nous avons acheté 100 actions de la société le 16 juin 2021 à un cours de 901 JPY.
Cet investissement de 90 100 JPY représente 675 EUR soit environ 2% du Portefeuille daubasses 2. Cela nous laissera la possibilité de renforcer 2x cette action si l'opportunité se présente, dans le respect de notre process qui nous permet d'investir jusqu'à 6% du portefeuille sur une RAPP.

Présentation

Mutual Corporation est une société industrielle japonaise fondée en 1949. Son activité principale est la fabrication de machines pour l'emballage de produits pharmaceutiques (65% du chiffre d'affaires) cosmétiques (22%) et alimentaires (8%). L'offre va de la machine simple à la ligne complète de conditionnement (emballage de comprimés, remplissage de tubes, flacons...). La société assure également la maintenance de ses équipements. Elle exerce par ailleurs une activité marginale de vente de diamants industriels à destination de l'industrie automobile et des semi-conducteurs.

L'activité se concentre au Japon (plus de 95% du chiffre d'affaires), mais l'entreprise cherche à se développer en Chine et en Asie du Sud-Est où elle réalise 3,5% de ses ventes. Les sites de production sont au nombre de trois, deux au Japon et un en Thaïlande. La société emploie près de 200 salariés et son siège social se trouve à Osaka.

Hors auto-contrôle (15,3%), le principal actionnaire est la famille Miura qui détient au total 12,4% du capital (6,3% sont détenus directement dont 3,2% détenus par Takashi Miura, le président de la société et 6,1% indirectement au travers de la société MTC, le holding familial). Les salariés détiennent 5,4% du capital. Avec un flottant d'environ 60%, une opération sur le capital n'est donc pas à exclure.



Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

I. Gestion

Nous tentons d'évaluer ici si la société est gérée dans l'intérêt des actionnaires.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nombre d'actions (en millions)	7,102	7,102	7,102	6,452	6,452	6,452	6,452	6,452
Rapport frais généraux/chiffre d'affaires	16,2%	13,8%	11,8%	13,3%	20,8%	16,5%	15,9%	15,5%
Rotation des stocks (en jours)	51	69	75	55	106	80	79	64

1. Evolution du nombre d'actions

L'observation du nombre d'actions en circulation permet de vérifier si les actionnaires ne sont pas soumis à des dilutions excessives, consécutives à des plans de stock-options trop conséquents ou à des besoins de refinancement.

La société a racheté 650 000 actions en 2017 (8,5% du capital lors du rachat). Depuis le nombre d'actions en circulation n'a pas évolué. Nous reviendrons sur ce rachat d'actions dans la conclusion.

2. Rapport "frais généraux" / "chiffre d'affaires"

L'observation de l'évolution de ce ratio dans le temps permet de vérifier si la direction est attentive à la maîtrise de ses frais généraux.

Les dépenses de frais généraux ont représenté en moyenne 15,5% du chiffre d'affaires sur les 8 derniers exercices. Après un pic en 2018 (20,8%) qui s'explique avant tout par un recul marqué du chiffre d'affaires (-32%), le niveau de dépenses est revenu rapidement à un niveau proche de la moyenne historique.

3. Rotation des stocks

L'observation de l'évolution de ce ratio permet de vérifier que la direction gère ce poste de l'actif courant de manière optimale. Un ralentissement de la vitesse de rotation des stocks peut signifier un stock obsolète et/ou géré de manière peu dynamique, voire être un signe précurseur d'un ralentissement de la demande des clients.

A fin mars 2021, le stock représentait environ 2 mois d'achats. C'est moins que la moyenne historique sur 8 ans (72 jours). Comme pour les frais généraux, le pic observé en 2018 (106 jours) s'explique par la baisse de l'activité. En dehors de cet événement ponctuel, le niveau de stock est resté à un niveau tout à fait raisonnable.

4. Création de valeur sur 8 années : 74%

Nous calculons cette création de valeur en cumulant, sur la période, l'augmentation des fonds propres par action de la société et les dividendes distribués. Il nous permet de savoir quelle a été la vraie valeur « comptable » générée au profit des actionnaires.

La société a créé de la valeur pour les actionnaires à un taux annualisé de 8,2 % par an sur les 8 dernières années, un niveau appréciable.

Conclusions

La gestion des affaires semble se faire dans l'intérêt des actionnaires. Le nombre d'actions a diminué sur la période 2014-2021 et les frais généraux ainsi que le niveau de stock semblent sous contrôle (en dehors de l'exercice 2018 où l'activité était en berne). La création de valeur est par ailleurs plutôt satisfaisante et elle pourrait être encore meilleure si la société n'était pas surcapitalisée. Nous y reviendrons.

Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

II. Solidité du bilan

Nous vérifions ici la capacité de la société à faire face à ses engagements et à « tenir » en cas de faiblesse conjoncturelle.

1. Ratio courant :

2,7

Ce ratio compare les actifs courants de la société avec ses passifs à court terme. Il nous permet d'apprécier la capacité de la société à faire face à ses échéances financières à court terme et à disposer de suffisamment de liquidités pour pouvoir tourner.

Les actifs courants représentent 2,7x les passifs courants. La société ne devrait avoir aucune difficulté à honorer ses engagements de court terme.

2. Trésorerie nette par action :

997 JPY

Nous calculons ce montant en amputant du cash et des placements de trésorerie de l'actif l'ensemble des dettes financières du passif, qu'elles soient à court ou à long terme.

La trésorerie nette représente 111 % du cours. L'activité de Mutual est offerte à ce niveau de prix !

3. Rapport "dettes long terme" / "free cash-flow moyen" :

0,9

Nous comparons le free cash-flow (FCF) moyen des 5 derniers exercices avec les engagements à long terme de la société. Il nous permet de calculer le nombre d'années théoriques nécessaires à la société pour rembourser ses dettes à long terme.

La société a peu d'engagement envers des tiers et n'a aucune dette financière dans son bilan. Il lui faudrait moins d'un an de free cash-flow moyen pour solder l'ensemble de son passif.

4. Ratio de solvabilité :

120%

Il s'agit ici de notre ratio de solvabilité « maison » qui se calcule en comparant les fonds propres au total de bilan, auquel nous avons amputé les liquidités et les placements de trésorerie.

Le niveau de solvabilité est excellent, bien au-delà de notre seuil minimal de 40%. Rien d'étonnant, puisque la société n'a aucune dette financière et dispose d'un beau matelas de liquidité.

Conclusions

Pas de dettes financières, du cash, des free cash-flow qui permettrait de rembourser les engagements en l'espace de quelques mois. Comme pour beaucoup de nos daubasses japonaises, le bilan de Mutual est en béton armé !

Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

III. Croissance et rentabilité

Nous examinons ici la croissance passée de la société et sa capacité à dégager des bénéfices.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Bénéfice par action (en JPY)	49	79	84	124	35	91	118	145
Chiffre d'affaires par action (en JPY)	1 333	1 593	1 768	1 894	1 294	1 715	1 836	1 749
Free cash-flow par action (en JPY)	-2	59	59	127	41	102	127	154
Dividende par action (en JPY)	15	23	25	25	25	30	25	25
Rapport "free cash-flow" / dividende	-0,1	2,6	2,4	5,1	1,6	3,4	5,1	6,2
Marges opérationnelles	6,1%	8,1%	7,3%	10,1%	4,4%	9,1%	10,4%	11,0%
ROE	4,7%	7,1%	7,1%	9,5%	2,6%	6,7%	8,1%	9,0%

1. Bénéfice par action

La société a été systématiquement bénéficiaire au cours des 8 derniers exercices. Après l'incident de parcours de 2018, les bénéfices sont repartis de l'avant pour atteindre le plus haut niveau de la période observée au cours du dernier exercice (145 JPY par action). Pour l'exercice en cours, les prévisions se veulent néanmoins prudentes avec un bénéfice attendu à 57 JPY par action.

2. Chiffre d'affaires par action

Le chiffre d'affaires a connu une croissance soutenue entre 2014 et 2017. En 2018, l'activité a fortement reculé en raison d'une baisse importante des investissements dans le secteur de l'industrie pharmaceutique, un des principaux marchés de la société.

3. Free cash-flow par action

Le free cash-flow (FCF) représente le cash qu'une société peut générer après avoir dépensé l'argent nécessaire à l'entretien ou au développement de son actif. Le calcul du niveau de ce flux de trésorerie disponible est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise de pouvoir saisir des opportunités d'investissement et créer de la valeur pour les actionnaires.

Le free cash-flow a été positif sur 7 des 8 derniers exercices. Nous notons également que celui-ci a été supérieur au résultat comptable entre 2017 et 2021. C'est un bon point car cela signifie que la société n'a pas cherché à manipuler son résultat au travers d'artifices comptables.

4. Dividende par action

Le dividende ordinaire est stable à 25 JPY depuis 2016. La société a versé un dividende exceptionnel de 5 JPY en 2019, portant le dividende annuel à 30 JPY. Pour l'exercice en cours, le dividende est attendu inchangé à 25 JPY.

5. Rapport "free cash-flow" / dividende

On obtient ce ratio en comparant les excédents de cash générés par la société, par rapport à ses dividendes. Il permet de mesurer la « marge de sécurité » dont dispose la société pour maintenir son dividende en période difficile.

En dehors de l'exercice 2014 où la société avait réalisé de gros investissements, le free-cash flow a toujours été largement supérieur au dividende. 6,2x pour 2021, un record ! La société dispose d'une belle marge de manœuvre pour augmenter son retour aux actionnaires.

Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

6. Marges opérationnelles

Ce ratio se calcule en divisant le résultat opérationnel par le chiffre d'affaires généré. Il est important car il permet de mesurer la capacité de l'entreprise à imposer ses prix et à maîtriser ses coûts de production.

Les niveaux de marge sont en augmentation sur la période. La société a même affiché son meilleur taux de marge opérationnelle en 2021 (11,0%). En moyenne sur les 8 derniers exercices, la marge opérationnelle est ressortie à 8,3%, un niveau satisfaisant pour une société industrielle.

7. ROE

Le Return On Equity compare le bénéfice net aux fonds propres. Il mesure donc le taux de rentabilité de l'argent des actionnaires. On considère souvent qu'un ROE supérieur à 15 % est très satisfaisant.

Le ROE moyen a été de 6,8% sur la période. Ce niveau peut paraître modeste mais n'oublions pas que la société croule sous les liquidités. Si la société n'était pas surcapitalisée, le ROE serait bien meilleur. En distribuant par exemple la moitié de ses liquidités (ce qui laisserait encore une belle marge de manoeuvre et permettrait de conserver un excellent bilan), le ROE monterait mécaniquement à 13,0% pour 2021, un très bon niveau.

Conclusions

L'activité de Mutual a connu des hauts et des bas. Pour autant, la marge opérationnelle a toujours été largement dans le vert et globalement en augmentation sur la période 2014-2021. La bonne maîtrise des frais généraux en 2021 a permis à la société de sortir un exercice de très bonne facture avec un résultat opérationnel courant record à 1 247 M JPY (11,0% de marge opérationnelle).

Le ROE peut sembler un peu décevant sur le papier, mais il pourrait largement dépasser la barre des 10% si les liquidités ne s'accumulaient pas à l'actif du bilan. Dans son rapport annuel, la société se dit attentive au niveau de retour sur fonds propres. Dans les faits, ce n'est pas si évident que ça...

Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

IV. Valorisation :

Dans cette partie sont présentés quelques éléments de valorisation de la société, avec des comparaisons historiques et comparaisons sectorielles.

1. PER 2021 :

	6,2
PER moyen des 8 dernières années :	8,4
PER du secteur en Asie :	18,4

2. EV / EBITDA :

	-0,1
EV / EBITDA du secteur :	9,3

3. Rendement dividende :

2,8%

4. Price-to-book (=multiple de capitaux propres part du groupe) 2019 :

	0,56
Price-to-book moyen des 8 dernières années :	0,59
Price-to-book moyen du secteur :	1,13

5. Le cash net représente :

997 JPY

soit 111% du cours de référence

6. Objectif de cours RAPP

Ce calcul est purement quantitatif, il tient compte des dernières données financières disponibles mais absolument pas des perspectives.

=> notre juste prix pour l'action de la société ressort à 2 573 JPY

Soit un potentiel de +186% pour un cours de référence = 901 JPY

Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

VI. Conclusions

Une volonté d'améliorer le retour aux actionnaires. Oui, mais...

Comme nous vous l'avons indiqué, la société a racheté 650 000 actions (8,5% du capital) au cours de l'exercice 2017. Ces actions ont été rachetées auprès de la société MTC Development, dont le dirigeant (et on suppose le principal actionnaire) n'est autre que Takashi Miura, le président de Mutual (et descendant du fondateur). Objectif affiché : améliorer le retour sur fonds propres et créer de la valeur pour les actionnaires. Le rachat a pris la forme d'une OPA d'un nombre maximal de 720 000 actions. Au final, seul MTC a apporté ses titres à l'offre. Aucun actionnaire autre que MTC n'y a pris part et pour cause, le prix fixé était inférieur au dernier cours de bourse précédant l'annonce !

La famille aux commandes souhaitait visiblement récupérer une partie de ses billes, mais pas au détriment de l'ensemble des actionnaires en siphonnant la trésorerie de Mutual. Les conditions de l'OPA n'étaient donc pas franchement généreuses pour le vendeur. L'opération s'est faite avec une décote de 8% sur le cours de bourse moyen du mois précédant l'offre et avec une décote de 35% sur la dernière VANT. Les grands gagnants de ce rachat ont donc été les actionnaires restants de Mutual. Avec cette opération, la VANT par action a augmenté immédiatement de 3,5%.

Cette opération a également permis d'améliorer le retour sur fonds propres. Avec 650 000 actions rachetées à un cours de 780 JPY, les fonds propres (au dénominateur dans le calcul du ROE) ont diminué de 507 M JPY, soit 6,5% des capitaux propres part du groupe au 31 mars 2016.

Seul problème (si on peut appeler ça un problème !), c'est que la société génère de plantureux bénéfices et free cash-flow. Résultat : dès la clôture de l'exercice 2018, les capitaux propres avaient déjà retrouvé un niveau supérieur à celui d'avant le rachat. Et depuis, les fonds propres n'ont fait qu'augmenter : +3% en 2019, +6% en 2020 et +10% en 2021 ! Les fonds propres et la trésorerie n'avaient jamais atteint des niveaux aussi élevés qu'au 31 mars 2021. Dans la logique de ce qui a été fait en 2017, on pourrait donc légitimement espérer une nouvelle opération d'envergure de rachats d'actions.

Une telle opération serait-elle pour autant la meilleure chose pour les actionnaires actuels ? À court terme sans doute car il y aurait une création de valeur (hausse de la VANT/action) et une amélioration des fondamentaux, mais une telle opération traduirait aussi un manque d'ambition et de perspectives pour la société. Mutual investit très peu et c'est là où le bât blesse. La société a consacré environ 200 M JPY aux investissements corporels et 60 M JPY aux investissements incorporels sur les 2 derniers exercices, soit environ 130 M JPY (= environ 1 M EUR) d'investissements en moyenne par an (1,2% du chiffre d'affaires 2021). Côté recherche et développement, ce n'est pas franchement folichon non plus avec seulement 7 M JPY (environ 50 k EUR) investis sur chacun des deux derniers exercices. On est loin des niveaux de dépenses de nos plus belles daubasses technologiques (voir notre édito du mois d'avril) !

Est-ce que la société pourra rester dans la course en se reposant ainsi sur ses lauriers (en tout cas en apparence) ? C'est tout ce qu'on lui souhaite.

Retrouvez nous sur notre blog : <http://blog.daubasses.com> et sur le forum <https://www.forum.daubasses.com>

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

L'âge du capitaine

Takashi Miura, le président de la société a fêté ses 90 printemps. Il avait pris le poste de directeur de la société en 1973, succédant au fondateur de Mutual, Kanji Miura. Il possède aujourd'hui 3,2% du capital en direct et 6,1% au travers de la société MTC. Un autre membre de la famille Miura (qui n'occupe aucune fonction au sein de la société) détient 3,1% du capital. Au total, ce sont donc 12,4% du capital qui sont entre les mains de la famille fondatrice. Que vont-ils faire de ces actions ? Les paris sont ouverts ! Le flottant est déjà important (environ 60% du capital) et il est assez surprenant que cette RAPP n'ait pas encore aiguisé l'appétit de nouveaux investisseurs.

Des participations cotées

En plus d'une trésorerie abondante (997 JPY par action), la société détient également des participations dans plusieurs entreprises cotées. Au 31 mars 2020 (on attend le rapport 2021), elle détenait notamment 411 190 actions de la société Ono Pharmaceutical (4528), une société pharmaceutique japonaise cotée à la bourse de Tokyo dont la capitalisation dépasse les 9 Md EUR. L'ensemble des participations cotées représentait une valeur de 258 JPY / action au 31 mars 2021, soit près de 30% de la capitalisation actuelle. En ajoutant à ces participations nos 997 JPY de trésorerie nette, on couvre 1,4x la valeur de marché de la société. On a donc déjà une belle marge de sécurité et tout le reste est cadeau !

Le mot de la fin

La décote actuelle sur le titre est difficile à comprendre. La société a sorti un exercice 2021 record. Au mois de mai 2020, elle prévoyait un résultat opérationnel de 792 M JPY et un résultat net de 474 M JPY. Finalement ce seront 1 247 M JPY de résultat opérationnel (+57%) et 935 M JPY de résultat net (+97%). Malgré ces bonnes nouvelles, le marché est resté assez indifférent. Pour l'exercice en cours, les prévisions sont moins optimistes (chiffre d'affaires en recul de 20% et résultat net en baisse de 61%). Est-ce que les dirigeants ne chercheraient pas à noircir le tableau et à maintenir un cours bas pour des problématiques fiscales et de succession ? Ce n'est pas impossible. On vous renvoie aussi bien sûr vers notre message habituel de mise en garde concernant le marché japonais (démographie, déflation, gestion trop prudente des affaires...). Ici, il nous semble que le cœur du problème se trouve au niveau de la gouvernance et un changement en la matière pourrait sans doute être un catalyseur pour le titre. Enfin, n'oublions pas que la société est exposée principalement à l'industrie pharmaceutique, un marché qui devrait rester porteur compte tenu des évolutions démographiques.

Avertissements !

Cette analyse vous est proposée à titre purement informatif et ne représente en aucun cas un conseil en investissement.

Les performances passées ne préjugent en rien des performances à venir.

Toute publication ou reproduction complète ou même partielle de ce document, sans l'autorisation écrite de ses auteurs, est strictement interdite.

daubasses.com
© Tous droits réservés